

莫为浮云遮望眼

——犹豫中建仓、下探中加仓，绝地抢反弹

核心要点：

- 4 月下旬以来 A 股市场震荡加剧，经济数据、紧缩政策等因素不断拷问着市场的信心，我们认为情绪只能影响市场的小波段。发展是主导 A 股的大方向。而当前 A 股市场总体处于筑底区域，**是逢低买入的最佳时刻。**
- 最近 A 股市场的压力主要来自五个方面，一是经济数据初显疲态；二是物价指数居高不下；三是紧缩政策仍在持续；四是整体流动性或趋紧；五是国际大宗商品加剧调整。
- 回顾三百年金融史，股市上涨从未被长期打断。尽管每一个时代总是能找到很多不乐观的因素，但一切只是“成长中的烦恼”。危机之后的大底不会再被刺破，新的发展动力总是驱动股市重新向上。
- 新中国走过了两个 30 年，通过两轮工业化先后完成了重工业基础建设和世界工厂建设。未来的 30 年，要做的是通过第三次工业化走向成熟化。当前正处于一个转折期，股市底部也将渐渐明确。
- 股票市场，也将成为国民财富的主要载体之一。在第一个 30 年，我们的国民是没有个人财富的。第二个 30 年，国民财富的载体只有两个，一个是储蓄，一个是房地产。未来 30 年，储蓄和房地产的比重势必下滑，股票市场将承载更大比重的国民财富。表现稳定的蓝筹股将成为稳定回报投资者的首选。
- 从中国发展转折、投资投资乃至宏观调控周期来看，当前股市的底部过度期都趋于结束，股票市场短期需要消化震荡，中长期看好。这个阶段可能比较类似 05 年的市场，只是向上不会那么迅速，也不会有那么大幅度。
- 一些伪成长股，盈利不达预期的小市值股票的泡沫还需要去消化，会有很大的下跌空间，预期至少到 3 季度业绩公布之后。而真正长期的牛股从这个时点往后看，应该有着巨大空间。
- 投资建议：A 股趋势震荡向上，可逢低买入；适度通胀意味着结构性牛市，应主动回避通胀受损行业；伪成长股必将完全破灭，3 季报公布后才会见底；小股票经历大浪淘沙后应积极寻找新蓝筹；当选行业有难度，可选择与经济正相关性强的行业，如银行、机械等。

分析师

孙建波 首席策略分析师

✉: sunjianbo@chinastock.com.cn

☎: (8610) 83571306

执业证书编号: S0130511040002

秦晓斌 策略分析师 总监

✉: qinxiaobin@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8746

执业证书编号: S0130207091549

王皓雪 策略分析师

✉: wanghaoxue@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8607

执业证书编号: S0130208021566

李亚明 策略分析师

✉: liyaming@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0490510120006

目 录

一、A股市场浮云笼罩	1
浮云一：经济数据初显疲态	1
浮云二：物价指数居高不下	1
浮云三：紧缩政策仍在持续	2
浮云四：整体流动性或趋紧	2
浮云五：国际大宗商品加剧调整	3
二、莫为浮云遮望眼	4
（一）回顾三百年金融史，股市上涨从未被长期打断	4
（二）中国的新30年：第三次工业化推动中国走向成熟化	5
（三）国民财富的新载体：蓝筹股的江湖	5
（四）中期视角的积极转折	6
（五）积极的总结与扰动因素	6
（六）投资建议	7
插图目录	8
表格目录	8

股市会涨还是会跌？这个问题困扰着每一个市场参与者。4月下旬以来A股市场震荡加剧，经济数据、紧缩政策等因素不断拷问着市场的信心。我们认为，发展是主导A股的大方向，而情绪只能影响市场的小波段。当前A股市场总体处于筑底区域，市场的恐慌性杀跌带来的仅仅是买入性机会，建议投资者在犹豫中建仓、下探中加仓，绝地抢反弹。

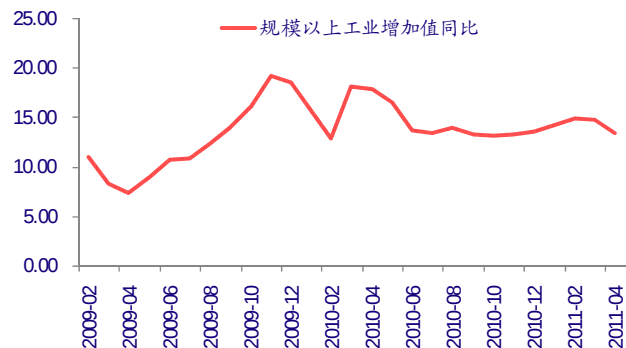
一、A股市场浮云笼罩

最近A股市场受到的压力不小，既有来自基本面的、政策面的，也有来自资金面和海外市场的。投资者日日面对股市波动，可谓是“乱云飞渡难从容”。大体来看，目前投资者对A股市场的担心主要来自以下方面：

浮云一：经济数据初显疲态

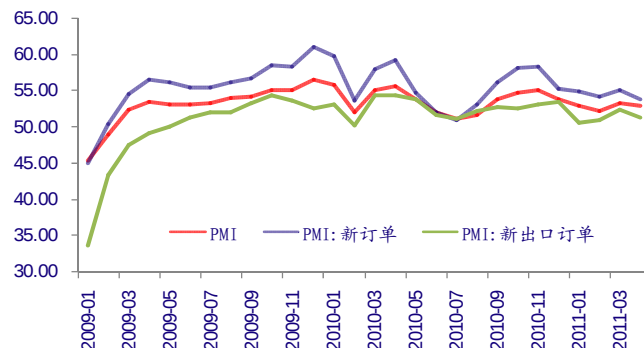
上周4月份宏观经济数据公布，从经济增长来看，4月规模以上工业增加值同比增长13.4%，相对于历史以往和3月份数据而言，增速有所回落。而持续的电荒将会影响2、3季度的工业增速。更早发布的4月份制造业采购经理指数（PMI）也出现了环比回落，其中反映需求变化的新订单指数、新出口订单指数回落较明显，表明需求增长减慢将引起经济增速下降的可能性增加。而4月份的消费数据也印证了终端需求的减缓，受房地产和汽车销售下滑的影响，当月消费增速较3月份出现了回落。

图 1：工业增加值近期出现回落



资料来源：中国银河证券研究部，wind

图 2：最近一期 PMI 呈环比回落

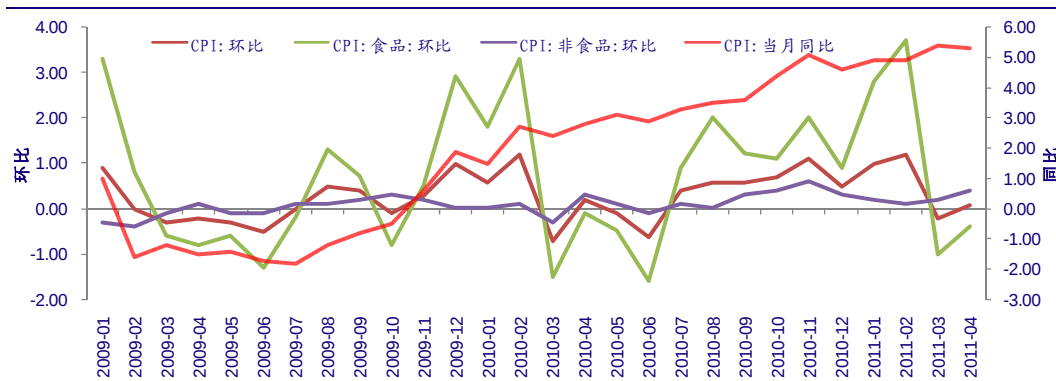


资料来源：中国银河证券研究部，wind

浮云二：物价指数居高不下

4月份CPI指数比市场预期略高，同比涨幅5.3%，这主要是由于物价环比不跌反涨所致。单从食品价格看，蔬菜、农产品价格在4月份都出现了环比回落。但非食品价格反而出现了普涨，CPI八大类中除食品外，环比全部上涨。这也使得通胀形势变得更加复杂，物价形势存在从食品价格上涨扩大到全面上行的趋势。预计5月份物价指数同比增速保持在5.2%，6月份的CPI翘尾因素可能超过6%。

图 3：4 月份非食品价格出现普涨



资料来源：中国银河证券研究部

浮云三：紧缩政策仍在持续

截至目前，央行年内已经五次上调存款准备金率，两次上调存贷款利率，当前大型金融机构的存款准备金率已升至 21.00% 的历史高位，而负利率的持续存在也意味着未来加息空间仍然存在。最近的一次上调存款准备金率多少有点意外，毕竟 4 月份的 M2 数据已经回到调控目标，央行又再次启动了 3 年期央票的发行，但央行还是坚决地保持了原有的“一月一调”的节奏，凸显央行对流动性管理的关注。

此外市场还担心楼市调控还有进一步举措。住建部已经多次强调，各地要坚持房地产调控力度不放松。发改委从 5 月 1 日起已经开始施行“一套一价”的商品房明码标价制度。近期市场又传言多家银行信贷收紧，把首套房首付比例已提至五成。

表 1：今年以来央行五次上调存款准备金率

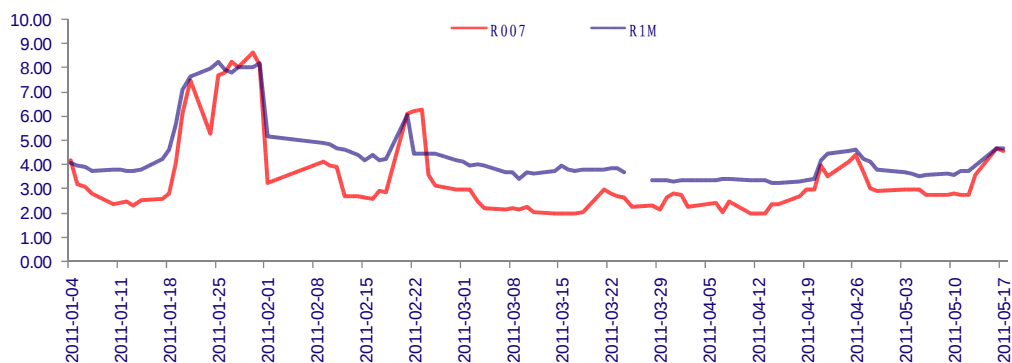
变动公告日期	上调幅度（百分点）	大型存款类金融机构准备金率（%）	中小型存款类金融机构准备金率（%）
2011-5-12	0.5	21	19
2011-4-17	0.5	20.5	18.5
2011-3-18	0.5	20	18
2011-2-18	0.5	19.5	17.5
2011-1-14	0.5	19	17

资料来源：中国银河证券研究部整理

浮云四：整体流动性或趋紧

近期受准备金缴款、存贷比日均考核等多重因素影响，银行体系资金面异常紧张，中短期回购利率全面上行。其中，7 天质押式回购利率超过 4.5%，创 3 月以来最高水平。公开市场数据显示，5 月到期资金合计 5410 亿元，目前已回笼 3110 亿元，即便余下时间公开市场“零”回笼，所释放的资金也不足以抵消当月提准后缴存的部分。另外有消息称，银监会将从 6 月起对贷存比实施日均考核，此举将放缓银行放贷进度，进而影响银行资金的流动性。

图 4: 近期银行间市场 7 日质押式回购利率创 3 个月新高



资料来源: 中国银河证券研究部

浮云五: 国际大宗商品加剧调整

过去一段时间海外股市处于盘整之中, 而国际大宗商品价格波动剧烈, 加剧了 A 股市场中周期股的调整。5 月第一周, 多种利空因素不断刺激金属市场脆弱的神经, 国际大宗商品价格急剧回落, 创下了金融危机以来的最大单周跌幅。欧债危机忧虑再起, 美元进入反弹阶段, 令长期与之呈现负相关的金属价格备受压力。近期, 国际大宗商品市场继续大幅波动, 导致国内周期性股票在前期大幅下跌后震幅加大。

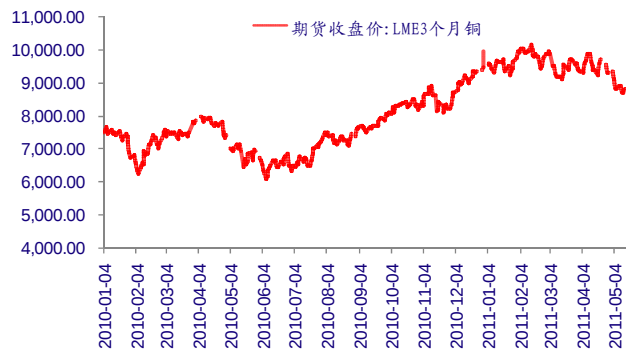
实际上, 不仅是大宗商品, 欧美股市也在欧债危机和卡恩事件中加剧波动。特别是美国股市经过长期上涨, 短期回调也在所难免, 对 A 股形成情绪上的压力。

图 5: 5 月份之后 WTI 原油期货重回 100 美元以内



资料来源: 中国银河证券研究部, wind

图 6: 近期国际铜价创年内新低



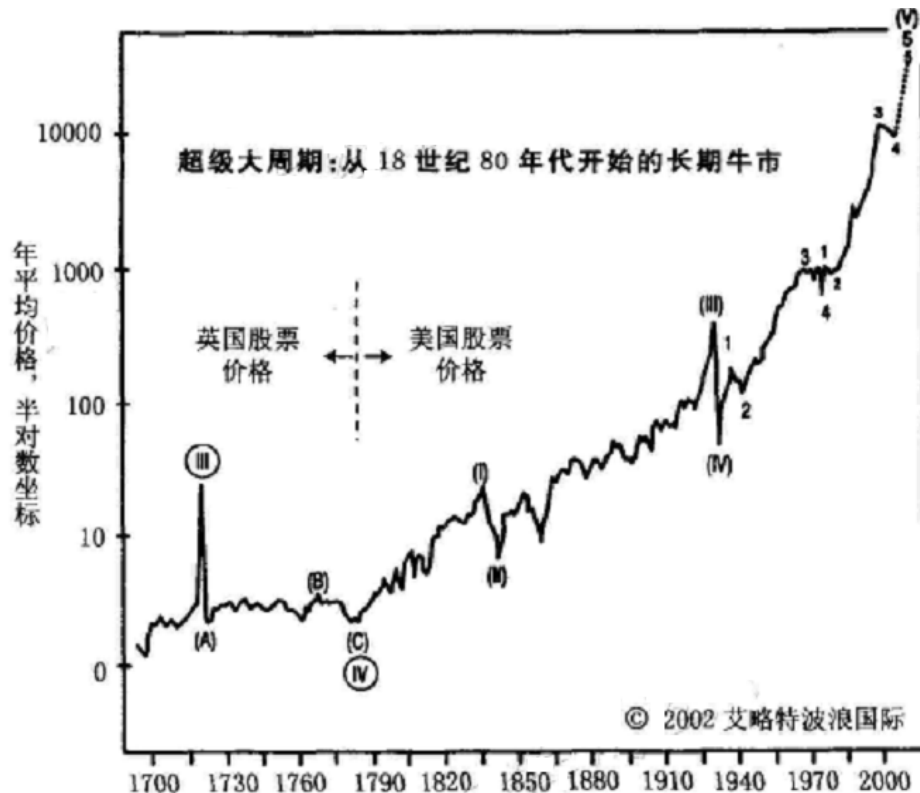
资料来源: 中国银河证券研究部, wind

二、莫为浮云遮望眼

（一）回顾三百年金融史，股市上涨从未被长期打断

回顾百年金融史，我们看到的是全球股市给投资者带来的长期丰厚回报。

图 7: 股市长期上涨趋势明确



资料来源：中国银河证券研究部编辑

历史的大趋势一目了然，但总是不能俘获民众的芳心。当我们环视当前情景，不乐观言论总是大行其道。实际上，一切只是“成长中的烦恼”。伴随着经济社会的发展，人们总是遇到越来越多的问题；当探索的圆圈划得越大，周围的未知区域也就越大。典型的，当前很多媒体都在讨论美国的医疗危机，并以此来说奥巴马的执政前景和美国经济的未来有多复杂。但如果你看一下美国人的实际医疗状况，包括寿命等，都在不断改善，且都居于全球前列。所以说，谈论美国的医疗危机，实际上是很可笑的。

但是，在一个信息泛滥的社会，为了吸引大众的注意力，有时候不得不言过其实。比如当前的经济与股市，如果只是说一些“未来会更好”的言论，恐怕没有新意。如果讨论“欧洲债务危机”、“中国滞胀”乃至“硬着陆”之类的话题，市场会更大。但是，即便是这些话题，不过是繁荣了财经媒体，实际上，我们每一个人，都在为了经济社会的发展而努力工作。

回顾 300 年金融史,资本市场向上的趋势从未被长期打断。危机之后的大底不会再被突破,新的发展动力总是驱动股市重新向上。

（二）中国的新 30 年：第三次工业化推动中国走向成熟化

经济的发展决定了股市的发展。这次且先不说工业主导国，来说说中国。

新中国走过了两个 30 年。在第一个 30 年里，中国完成了第一次工业化，建设了一个工业国所需的基本重工业基础。第一次工业化，靠的是革命前辈的革命精神，集中全国力量办了大事。

在第二个 30 年里，中国完成了第二次工业化，建成了面向全球的基础加工制造业产能，成就了“世界工厂”。第二次工业化，靠的是中国源源不断的低端劳动力和低成本工业用地。劳动力和土地的无限供给，在经济增长方式上表现为一种外延式增长，在宏观经济学意义上表现为“通缩式增长”，表现到最后就是 GDP 比较快，ROE 不高，CPI 能够压的比较低。但这种“通缩”总会遇到麻烦：当劳动力的转移和工业用地的供给稍有放慢，就会遇到强大的“结构性通胀”压力。

中国未来的 30 年，要做的是第三次工业化和走向成熟化。第三次工业化面临的是劳动人口和工业用地的有限供给，生产要素价格上涨将推动工业生产效率提高，工业生产效率提高将解放一部分工业人口从事服务业，从而推动产业结构升级。从人口普查的数据大家也都看得到，但我们更应该强调的产业发展将适应人口结构变化。未来 30 年的增长我们可能要去适应 CPI 在 4 以上的一个常态，直至产业结构和就业结构调整相对充分。在适度通胀条件下，货币条件不像之前那么宽松，真正的优质的企业能够充分享受这个总量的增长，而我们的任务就是找出这些真正优质的企业。

从 30 年的视角来看，中国处于一个转折期。全球金融危机显然把这个转折的弯度夸大了，也把这个转折拉近了。我们正在想着那个更好的方向迈进，危机之后，我们迅速从 1664 反弹到 3478，劫难之后的狂欢也带给了我们思考，在过去的一年里，市场重新调整，也曾在 2500 点附近长期徘徊，并一度接近 2300 点。我们认为，中国股市的底部已经明确。在当前点位的徘徊或许还会有脉冲性下探，但交易时间和交易量两个维度都不具有投资意义。对于主流投资者来说，市场的未来是向上的。

（三）国民财富的新载体：蓝筹股的江湖

股票市场，也将成为国民财富的主要载体之一。

在第一个 30 年，我们的国民是没有财富的。或者说，财富是微乎其微的。

过去 30 年以来中国实行改革以来，全国国民财富的载体只有两个，一个是储蓄，一个是房地产。未来来看储蓄相对要降下来，因为我们要面临相对的高通胀，所以大家不会觉得储蓄是好的方式。房地产作为国民财富载体的方式不会消失，但比重也会下降，那么国民财富要寻找新的载体。

我们倾向认为国民财富的新载体就是股票市场。什么是国民财富的载体呢，如果我们判断过去 30 年，特别是过去 10 年，是以房产为财富载体的，持有房地产我们是不要求变现作现金的，持有现金可以转化为持有房产，即使在今天这种环境下，老百姓可能也没有太多想去要卖掉房子的。而过去的 20 年股票是没有承担财富载体功能的，因为大家持有参与炒股票始终只是为

了把股票卖掉变为现金。这个是我们觉得未来转折很重要的一个变化就是大家不愿意持有现金，又觉得房地产没有太多增值空间的时候，又面临相对高的通胀的时候，大家可能会选择持有股票而不是选择把股票卖掉换取现金。这个时候股票市场成为国民财富载体的新的选择，对股票市场未来的发展是非常好的。

当股市成为财富的新载体，更多地人追求稳定收益，蓝筹股将成为投资者的首选。

（四）中期视角的积极转折

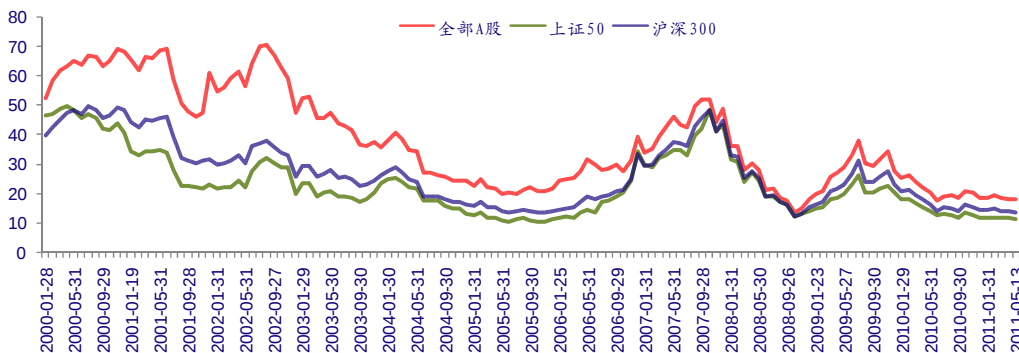
1、新的中波周期在启动

随着过去以 10 年为一个周期看的朱格拉周期的重新的接近诞生，我们觉得从短期看这个转折点也越来越清晰了。尽管从表面看去，货币信贷是紧缩了，社会的流动性边际上被递减了，但这样一个环境更有利于中国经济实现一个软着陆，更有利于中国经济在一个相对高但比以前低的一个 GDP 增长水平上继续往前发展，这其实对 A 股市场来说也相对有利。

2、估值水平处于低位待修复

再来看一下 A 股市场的估值水平，现在 A 股市场的大市值股票的估值水平，基本上都是按去年这个时点对宏观经济硬着陆担心来给的，而随着时间的推移，我们觉得硬着陆的风险越来越小，软着陆的概率越来越大，我们可以清晰的看到，这些股票的估值给的肯定是偏低了。随着大家认识到软着陆是大概率事件，估值的恢复和未来持续增长带来的估值的提升，以及企业盈利的继续增长在短期这个转折上也是非常清晰的。

图 8：估值水平处于低位待修复

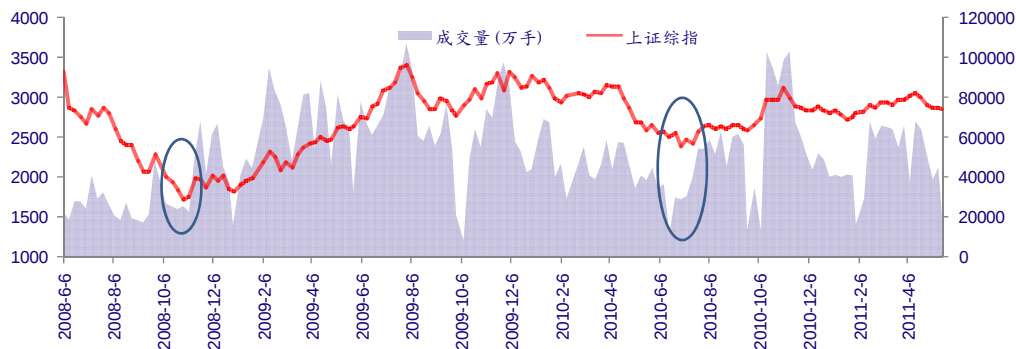


资料来源：中国银河证券研究部

（五）积极的总结与扰动因素

无论从多长的视野来看，当前股市的底部过度期都趋于结束，新的周期逐渐要起来，我们对股票市场短期觉得是处于消化震荡中，就像 2010 年处于 2500 点上方震荡的时候，人们的担忧很多，但实际上，市场即便跌到了 2300 点上方，前后持续的交易日也很短，处于 2500 点下方的交易日仅有 15 个。我们认为，当前即便有突发因素。市场处于 2800 点下方运行的交易日也不会太多。

图 9：市场跌到 1600 点和 2300 点附近时交易量骤减



资料来源：中国银河证券研究部

如果从一年以内半年来看，股市仍有很多扰动因素：

（1）股市要消化去年的小盘股泡沫。但小盘股调整充分之后，将会转化为向上的动力。

（2）股市要消化货币条件从紧的宏观环境，从历史中观察到的，货币调控只是经济大周期中的浪花而已。在宏观经济不断升温的 2003-2007 年，从紧的货币措施一直是主基调。

在我们可以搜集的记忆中，这个阶段可能比较类似 05 年的市场，但是因为我们经济软着陆的信心更强，这一段指数的波动还不会有 05 年那么大，向下的风险不会有 05 年那么大，同时由于 05 年还有一个股权分置的干扰造成了一个系统性的波动，今年没有这个干扰。因此股市没有向下的空间，但向上也不会那么迅速，也不会有那么大幅度。

从指数上看是震荡向上的，但从结构上看，和宏观经济相关度大的股票应该是牛市的起点，而一些伪成长股，盈利不达预期的小市值股票还需要去消化，会有很大的下跌空间，而真正长期的牛股从这个时点往后看，应该是巨大空间。

（六）投资建议

（1）震荡向上，意味着逢低买入

（2）适度通胀意味着结构性牛市，应主动回避通胀受损行业。也就是对下游没有议价能力的行业和公司。

（3）伪成长股必将完全破灭。小股票必将经历大浪淘沙，预期伪成长股要 3 季报公布后才会见底。

（4）当选行业寻在困难时，选择宏观经济正相关性强的行业，如银行、机械等。

插图目录

图 1: 工业增加值近期出现回落	1
图 2: 最近一期 PMI 呈环比回落	1
图 3: 4 月份非食品价格出现普涨.....	2
图 4: 近期银行间市场 7 日质押式回购利率创 3 个月新高	3
图 5: 5 月份之后 WTI 原油期货重回 100 美元以内.....	3
图 6: 近期国际铜价创年内新低	3
图 7: 股市长期上涨趋势明确	4
图 8: 估值水平处于低位待修复	6
图 9: 市场跌到 1600 点和 2300 点附近时交易量骤减	7

表格目录

表 1: 今年以来央行五次上调存款准备金率	2
-----------------------------	---

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

孙建波，秦晓斌，王皓雪，李亚明，策略研究证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908